«Настроения на рынке можно сравнить с восклицанием: «Шеф, все пропало!»

В интервью Cbonds Review руководитель департамента по управлению активами Группы «Третий Рим» Александр Варюшкин рассуждает о том, как при текущей конъюнктуре рынка можно заработать с помощью валютных инструментов, какую средневзвешенную дюрацию бумаг он считает оптимальной, почему рынок рублевых облигаций все еще неэффективен, а его участники по-прежнему тяжело адаптируются к новым правилам игры.

Александр ВАРЮШКИН,
руководитель департамента по управлению активами, Группа «Третий Рим»,
ПОКУПАЕТ:

– Какова ваша инвестиционная философия на данном этапе?

– Во-первых, не инвестировать в рублевый риск. И на это есть две причины. Первая: рубль сам по себе как валюта не кажется подходящим объектом для инвестиций, даже сейчас, после 30-процентного падения с начала года. Цены на нефть и текущее состояние нашего бюджета пока что не позволяют ожидать ни растущего тренда, ни устойчивости от этой валюты. Вторая причина состоит в том, что рынок рублевых облигаций все еще неэффективен по сравнению, например, с долларовым рынком. Доходности долларовых инструментов плюс стоимость валютного свопа доллар–рубль заметно превышают доходность рублевых инструментов того же самого эмитента. То есть только валютные инструменты, причем из валют мы останавливаемся лишь на американских долларах и в очень небольшой доле на китайских юанях.

Во-вторых, не инвестировать в процентный риск (в длинную дюрацию). Большинство участников рынка ожидают, что к 2017 году ставка ФРС вырастет и это окажет влияние на длинные процентные ставки и, соответственно, на цены долгосрочных облигаций. В данном вопросе мы согласны с большинством, однако допускаем, что процесс повышения ставок будет проходить значительно медленнее, чем ожидают участники рынка. Тем не менее независимо от того, как будут повышаться короткие ставки, потенциал их снижения от текущих уровней представляется нам минимальным. То есть наличие в портфеле значительного процентного риска не оправдано возможным

Эмитент/бумага	Валюта	Купон, %	Погашение/оферта	Средняя цена*, %	YTM, %	Дюрация, лет
Московский Кредитный Банк, 2018–2 (LPN)	USD	8.70	13.11.2018	85	13.70	3.2
КБ «Ренессанс Кредит», 2016 (LPN)	USD	7.75	31.05.2016	84	20.50	1.2
«Борец», 2018	USD	7.62	26.09.2018	92	10.20	3.2
DME Airport Limited, 2018 (LPN)	USD	6.0	26.11.2018	93	8.10	3.4

* На 24.11.2014 г.

потенциалом снижения доходностей. То же самое относится ко всевозможным способам увеличения синтетической дюрации портфеля — свопам, позициям с «плечом» и так далее.

Итак, мы стараемся формировать кратко- и среднесрочный портфель по большей части в долларах.

— Ваши топ-3 критериев отбора бумаг в портфель в текущих условиях.

— Я всегда обращаю внимание на уровень финансового левериджа. Понятно, что чем ниже, тем лучше. Главным критерием здесь должно являться то, что компания может и должна оставаться кредитоспособной в случае реализации негативного макроэкономического сценария.

Далее — размер компании, выпуска. Как правило, мы инвестируем не в первый эшелон облигаций, в смысле размера выпуска, ликвидности и размера компании. Инвестируя в облигации первого эшелона, трудно (практически невозможно) получить альфу, потому что эти облигации находятся на всех инвестиционных радарах. А ведь именно за альфой приходит клиент к управляющему — инвестировать в облигации «Газпрома» или ОФЗ он может и сам.

И в конце концов, относительная стоимость. Любая бумага в нашем портфеле должна обладать ценовой асимметрией относительно рынка, то есть быть либо более доходной среди аналогичных по риску бумаг, либо менее рискованной среди одинаково доходных. Или, другими словами, она должна лежать выше SML (Security Market Line).

— Расскажите подробнее про структуру вашего портфеля.

— Основные характеристики портфеля: средневзвешенная дюрация портфеля около 3 лет (если меньше, то будет низкая доходность, если больше — высокий процентный риск) как раз подходит под минимальный инвестиционный горизонт, с которым вообще стоит приходить на фондовый рынок.

Средневзвешенная доходность бумаг около 10–12% (долларовая, разумеется), средневзвешенный кредитный рейтинг около B+.

Если смотреть по отраслям, то примерно 40% приходится на финансовый сектор (в каком-то смысле это underweight, поскольку 60% облигационного рынка — это финансовые институты), 20% — на металлургию, 20% — на нефтянку, остальное — транспорт, телекомы, инфраструктура. С одной стороны, можно сказать, что подавляющая часть портфеля инвестирована в циклические отрасли (а именно здесь на текущий момент сосредоточено больше всего «стоимости»), с другой — на развивающихся рынках тяжело найти контрциклическую отрасль.

ВЫСОКАЯ ВОЛАТИЛЬНОСТЬ, СНИЖАЮЩИЕСЯ КОТИРОВКИ И НИЗКАЯ ЛИКВИДНОСТЬ — ЭТО МАССА ИНВЕСТИЦИОННЫХ ВОЗМОЖНОСТЕЙ ДЛЯ ИНВЕСТОРА

— Насколько интересный рынок сейчас для вас как управляющего: какие возможности он дает? Есть ли на нем, с вашей точки зрения, интересные идеи для получения доходности?

— На любом рынке найдутся идеи для получения доходности. Другой вопрос, что это за доходности. Высокая волатильность на рынке, снижающиеся котировки и низкая ликвидность (а именно такой период мы переживаем последние месяцы) — это масса инвестиционных возможностей для рационального инвестора, потому что именно в этот момент на рынке появляется большое количество участников, вынужденных вести себя нерационально. Например, недавние массовые распродажи позиций с «плечом» частных клиентов на рынке евробондов. Как вы помните, еще в прошлом году созданием таких позиций грешило большинство управляющих, работавших с частными деньгами, сейчас, когда цены двинулись вниз и прозвучали margin calls, они вынуждены ликвидировать позиции по любым ценам, которые найдут. В условиях низкой ликвидности эти цены оказываются далеки от того, что можно считать справедливым. И вот пожалуйста, теперь вы можете купить бесконечные облигации государственных банков с доходностью 12–13%, частных банков — 10–15%, а в потребсекторе и 20% никого не удивишь (везде идет речь о долларовых доходностях).

— Обращаете ли вы внимание на структурные продукты? Покупаете такие инструменты в портфель?

— Безусловно, мы смотрим на них, однако покупаем крайне редко. Структурные продукты — это всего-навсего комбинация базовых активов и деривативов, упакованных в одну оболочку. Значимую часть продуктов достаточно легко реплицировать собственными силами. Зачем же тогда кому-то платить за структурирование? Большинство структурных продуктов, продаваемых сегодня на рынке, предполагает в некотором смысле продажу опционов (поскольку внутренние ставки фондирования у глобальных банков очень низкие), тем самым предлагая фиксированный потенциал роста в обмен на неограниченный потенциал потерь. Это как раз обратное тому, что хотелось бы делать в портфеле.

— Каковы ваши ожидания по конъюнктуре рынка на следующий год?

— Год будет непростым. С одной стороны, рынок будет привыкать к состоянию, когда рефинансирование — сложная задача в отсутствии экономического роста, уровень инфляции повышается, как и количество дефолтов. С другой стороны, будет происходить «привыкание» к новым условиям, вместо тех настроений, которые сейчас возникают на рынке время от времени (а их можно сравнить с восклицанием персонажа Андрея Миронова в фильме «Бриллиантовая рука»: «Шеф, все пропало!»). Участники рынка увидят, что, несмотря на возникшие сложности, кредитоспособность компаний остается на приемлемом уровне: доходности выросли, количество проблемных эмитентов в среднем увеличилось. Эти ожидания обусловлены теми соображениями, что с точки зрения уровня долга (и суверенного, и корпоративного) наша экономика находилась в неплохой форме в начале 2014 года. В будущем году эти показатели ухудшатся, но и после этого не станут проблемными. То есть стабилизация и постепенное исправление неэффективностей, возникших в этом году, по крайней мере, в области долларовых бумаг.